



# 研究レポート

---

No.158 March 2003

---

---

---

## 政府債務累増の帰結 歴史的考察

主任研究員 米山秀隆

---

---

富士通総研（FRI）経済研究所

## 政府債務累増の帰結 歴史的考察

主任研究員 米山秀隆

### 要旨

政府債務比率（長期債務残高 / GDP）が 140%に達するなど、財政赤字の累増に歯止めがかからない。この先どのような形で政府債務が解消されるのかについては、明確な展望を描けない状況にある。

本研究においては、過去の先進諸国の歴史において政府債務が累増したケースで、それが最終的にどのような形で解消されたかを検証した。とりあげたケースは、アメリカ（第一次大戦後、第二次大戦後、80年代後半）、イギリス（ナポレオン戦争後）、ドイツ（第一次大戦後）、イタリア（90年代初め）、スウェーデン（90年代初め）、日本（第二次大戦後）の合計8つのケースである。

8つのケースは、政府債務累増の要因は何か（戦費調達か大きな政府か）、政府債務の累増の歯止めとなったきっかけは何か（通貨の信認低下が起こったか否か）、政府債務比率の低下要因は何か（国債償還か成長か物価上昇か）、という観点からいくつかに分類できる。

政府債務の累増に歯止めがかかるきっかけとしては、通貨暴落など通貨の信認低下が起こったケースが多い。こうしたケースでは市場の圧力を契機に危機感が高まり、改革が一気に進められた場合が多い。他方、例外的ではあるが、外圧ではなく、内圧によって改革を漸進的に進めたケースもある。

財政当局の力だけで財政再建が困難と思われるケースでは、中央銀行と協調し、国債市場をある程度買い支えることによって、政府債務比率をソフトランディングさせた場合がある。ただし、それがうまくいったケースでも、通貨の信認は維持された。通貨の信認が完全に失われたケースでは、ハイパーインフレが起こった。

政府債務の解消問題は、理論的には、政府の予算制約式を誰が満たすよう行動するかという問題に帰着する。すなわち財政当局が責任を持つのか、中央銀行が責任を持つのかという問題である。この点は過去の事例においても、そのいずれかあるいは両者の協調によって、政府債務が解消されたことが確認された。

現在の日本については、当面は、通貨暴落や国債市場暴落など、市場の圧力が働く可能性は低く、また政治状況をみても、内圧が高まって財政改革が進む可能性も乏しい。この先、市場の暴力的な反応を避け、通貨の信認を損なうことなく、政府債務をソフトランディングさせるためには、第一義的には、国民に危機感を共有させることと、政府が確実に実行可能な財政再建と成長の道筋を示すことが必要である。その過程では、中央銀行のサポートも必要になる。

## 目次

はじめに	1
1. 政府債務の累増はいかにして解消されたか	3
(1) ナポレオン戦争後のイギリス	
(2) 第一次大戦後のアメリカ	
(3) 第一次大戦後のドイツ	
(4) 第二次大戦後のアメリカ	
(5) 第二次大戦後の日本	
(6) 80年代後半のアメリカ	
(7) 90年代初めのイタリア	
(8) 90年代初めのスウェーデン	
2. 8つのケースの比較検討	17
(1) 政府債務累増に何が歯止めをかけたか	
(2) 政府債務の累増要因：戦費か大きな政府か	
(3) 政府債務比率の低下要因：国債償還か成長か物価上昇か	
(4) まとめ	
3. 政府の予算制約式に最終的な責任を持つのは誰か	24
(1) 政府の予算制約式	
(2) 政府債務はどのように解消されるか	
(3) 経済政策の信認問題：通貨制度と財政規律	
4. 日本への示唆	28
(1) 現在の日本の歴史的な位置づけ	
(2) 政府債務のソフトランディングに向けて	
注	31
参考文献	32

はじめに

政府債務比率（長期債務残高 / GDP）が 140%に達するなど、日本の財政赤字の累増に歯止めがかからない。この先どのような形で政府債務が解消されるのかについては、明確な展望を描けない状況にある。本研究においては、過去の先進諸国の歴史において政府債務が累増したケースで、それが最終的にどのような形で解消されたかを検証した。過去のケースを分析することにより、現在の日本についても何らかの示唆が得られると考えられるからである。

分析にあたっては、経済がマクロ的にみてどのような状況に至った時に債務解消への動きが起こったのか、またそれを可能にした政治経済的な条件はどのようなものであったかという点について特に注意を払った。それぞれのケースで具体的になされた財政改革についてはすでに多くの研究がなされているため、それに深入りすることはあえてしていない。むしろ、財政規律を回復させた条件とはどのようなものであったのかという点に注目して分析を行った。

とりあげるケースは、アメリカ（第一次大戦後、第二次大戦後、80年代後半）、イギリス（ナポレオン戦争後）、ドイツ（第一次大戦後）、イタリア（90年代初め）、スウェーデン（90年代初め）、日本（第二次大戦後）の合計8つのケースである。

このうち、ナポレオン戦争後のイギリス、第二次大戦後のアメリカ、第二次大戦後の日本は政府債務の規模が経済規模を大きく超えて拡大した時期であり、政府債務の規模が巨額であるという点で現在の日本と類似している。

アメリカについて、時代の異なる3つのケースを取り上げるのは、通貨制度や政府債務の累増要因がそれぞれ異なるという状況の下で、それが債務解消の過程にどのような影響が及ぼしたかを考察する上で、有益と考えられるからである。

また、第一次大戦後のドイツ、第二次大戦後の日本については、政府債務の解消が財政健全化によってではなく、ハイパーインフレーションによって解消されたという特異なケースであり、比較の対象としてとりあげる価値があると考えられる。

さらに、90年代初めのイタリアとスウェーデンのケースについては、政府債務累増の主因を、第二次大戦後に政府規模が拡大する過程で財政支出が硬直化したという点に求めることができる。これは現代における政府債務累増の要因として最も一般的なケースでありとりあげる意味がある。これに対し、他のケースはそれより古いものであるため、政府債務が累増した主因は戦費や軍事費の調達であるという点で、現代とはやや様相が異なっている。

本稿の構成は以下の通りである。1.では、8つのケースのそれぞれについて、累増した政府債務がいかんして解消されたかについて検証した。2.では8つのケースを比較検討し、政府債務解消にはどのようなパターンがあるかを分析した。3.では政府債務解消の方法として、理論的にはどのような形態が考えられるかを検討し、8つのケースがどの

形態に属するかを考察した。4. では以上の分析から、現在の日本の政府債務を解消していく上で、どのような示唆が得られるかについて検討を加えた。

## 1. 政府債務の累増はいかにして解消されたか

### (1) ナポレオン戦争後のイギリス

イギリスの対フランス戦争であったナポレオン戦争(1793~1815年)後、イギリスの政府債務は大きく累増した。戦争終結時の政府債務比率(国債残高/国民所得)は210%(1818年)に達した。これは現在の日本の比率を大きく上回る水準である。戦争後半には戦費を賄うため、戦時課税として一時的に所得税が導入されたが、戦費調達の大半は起債に依存せざるを得なかった。

1815年に戦争が終結すると、それまで拡大していた軍事費を大幅に削減することが可能になった。また、戦時中に導入された所得税は廃止され、戦時中に拡大した歳入、歳出はともにその規模が縮小された。膨大な政府債務の処理をめぐるには、リカードが財産家に財産税を課税することによって国債を一気に償還する案を提案するなど、当時様々な議論がなされた。

しかし、結局のところ政府債務を削減する大きな力となったのは、経済の成長であった。18世紀は戦争などの時期を除けば概して物価が低下傾向を示すデフレ経済であったが、イギリスではそれを大きく上回る成長が続いたため、経済の実質規模は拡大した(図表1)。経済の拡大をもたらしたのは、17世紀末にイギリスが他国に先駆けて成し遂げた産業革命による工業力の飛躍的向上と、それに伴う人口の増加であった。

図表1 ナポレオン戦争後のイギリスのマクロ経済指標

	1818年	1864年	1875年	1891年	増減率(%) (1891/18年)
国債残高(億ポンド)	8.4	8.16	7.66	6.82	-19
国民所得(億ポンド)	4	8.14	12	16	300
一人当たり国民所得(ポンド)	23.11	27.8	36.7	42.2	83
人口(万人)	1700	2970	3300	3800	124
物価指数	160	105	96	72	-55
国債残高/国民所得 (%)	210	100	64	43	(変化幅) - 167

(資料) ハーグリーブズ(1987)

1818年~91年にかけての政府債務比率の変化を、債務残高の減少要因(ネットの債務償還要因)、実質経済成長要因、物価上昇要因に寄与度分解してみると、デフレであったため物価は比率を上昇させる方向に寄与したものの、実質成長が比率を大きく低下させる方向に寄与したことがわかる(図表2)。実質成長をもたらしたのは、一人当たり国民所得の増加と、その間の人口増加であった。

一方、通貨制度の面では、ナポレオン戦争期にインフレをもたらした不換通貨の整理が課題であった。通貨を安定させるため、それまでも制度としてあった金本位制度を1816年

図表2 ナポレオン戦争後のイギリスの政府債務比率の変化

1818年の政府債務比率(国債残高 / 国民所得)=210

政府債務比率の変化幅(1818～91年)	-167
ネットの債務償還要因	-10
実質成長要因	-180
(うち一人当たり成長要因)	(-128)
(うち人口増加要因)	(-52)
物価上昇要因	23

(資料) 図表1と同じ。

に法定化し、1821年にはイングランド銀行券の兌換を再開した。そして、1844年にはピール銀行条例によって、銀行券発行高を金準備量によって制限を加えるという、金本位制度の厳格な運用基準が定められた。これ以降、政府が均衡財政を保ち、中央銀行が通貨の安定を目指すという役割分担が確立するに至った。その後、金本位制度は他国にも広がっていった。

ナポレオン戦争後のイギリスは、戦時中に失われた通貨と財政の規律を回復させることが大きな課題であったが、金本位制度の仕組みをこの時期により厳格なものにすることによって、それを制度的に担保することに成功した。また、ナポレオン戦争期には政府債務は大きく積み上がったものの、当時の経済が著しい成長過程にあったため、債務が大きく累増しても通貨の信認が失われることはなかった。高成長によって、デフレ下でも政府債務比率は自然に低下する方向に向かった。

## (2) 第一次大戦後のアメリカ

第一次大戦の終結後、参戦国が直面した課題は、財政再建と金本位制度への復帰であった。戦場となったヨーロッパ諸国が受けたダメージは大きかったが、アメリカが受けたダメージは比較的軽微なものであった。

アメリカは1917年に参戦した際、金輸出の禁止を行い金本位制度から離脱したが、その間も金兌換の停止は行わなかった。戦時中も金兌換を維持できたことは、戦争終結直後の1919年に他国に先がけて、いち早く金本位制度に復帰することを可能にした。また、第一次大戦後のアメリカの政府債務比率(政府債務 / GNP)は30%(1919年)と、戦時中に政府債務が積み上がったとはいえ、その規模は大きなものではなかった。

一方、アメリカの経済力は第一次大戦中にも大きく向上した。アメリカはすでに20世紀初めにイギリスに代わり、工業生産で世界最大のシェアを占めるようになっていたが、依然純債務国だった。しかし、第一次大戦中に輸出を大きく伸ばしたことで経常黒字が増加し、純債権国に転じた。大幅な経常黒字と金準備を背景にドルの地位は向上し、ポンドと基軸通貨としての役割を分担するようになった。このように戦後のアメリカは、通貨と財

政の規律回復にいち早く取り組める条件が整っていた。

戦後の1919～29年の政府債務比率の変化を寄与度分解してみると、国債償還のほか経済成長が寄与していることがわかる（図表3）。このように、第一次大戦後のアメリカの債務解消問題は、アメリカの経済力が強かったことと債務の規模があまり大きなものではなかったことから、大きな混乱を伴わなうことなく解消させることができた。

図表3 第一次大戦後のアメリカの政府債務比率の変化

1919年の政府債務比率(政府債務 / GNP)=30	
政府債務比率の変化幅(1919～29年)	-14
ネットの債務償還要因	-8
実質成長要因	-8
物価上昇要因	2

（資料）Brown（1990）

### （3）第一次大戦後のドイツ

ドイツは第一次大戦の敗戦によって、対外債権をすべて失ったほか、1921年のロンドン会議によって1320億マルクにものぼる多額の賠償金の支払いを課せられた<sup>1)</sup>。支払いは毎年20億マルクと輸出の26%に相当する額とされた。しかし、ドイツはこれを税収だけでは到底支払うことができなかつたため、通貨発行によってこれをファイナンスせざるを得なかつた。これはその後のハイパーインフレを招く大きな素地となった。

ドイツの賠償金支払いが困難になった1923年1月に、フランス、ベルギーがドイツのルール地方を占領した。これに対しドイツはストライキによって抵抗したが、ストライキ中の労働者に支払う報酬を、中央銀行であるライヒスバンクに政府発行の短期証券を割り引かせることによって調達したことが、インフレの直接の引き金になった。1923年中には、天文学的な物価上昇率を示したハイパーインフレが発生した（図表4）。同時にマルクの下落も生じた。

図表4 第一次大戦後のドイツの物価

	卸売物価指数 (1929=100)	銀行券流通額 (100万マルク)
1914	74	5,862
15	99	8,360
16	106	11,438
17	125	18,246
18	152	33,073
19	291	50,065
20	1,040	81,398
21	1,338	122,500
22	23,927	1,295,228
23	11兆6,340億	

（資料）『マクミラン世界歴史統計』



これに対し、1923年11月に、政府が強力な引き締め政策を行い、新通貨の導入を図ると、ハイパーインフレは終息に向かった。デノミネーションによって新マルク（レンテン・マルク）は旧マルクの1兆倍の単位とされ、1924年には1ドル=4.2ライヒスマルクとする固定平価によって金本位制度に復帰した（この水準は旧マルクと同じ水準であり、外観上は金本位制の連続性は保たれた）。ライヒスバンクの発券機能は新設のレンテンバンクに引き継がれたが、その際、通貨の膨張を防ぐため、マルクの発行限度額と政府信用限度額が設定された。政府は支出のほとんどを通貨発行によって賄う財政運営を改め、中央銀行は政府からの自立を果たすことになった。これによって政府は均衡財政を目指し、中央銀行は金本位制の維持によって通貨の安定を目指すという、第一次大戦前に確立されていた役割分担の回復が図られることになった。

ハイパーインフレによるドイツ経済の混乱を受けて、1924年にはドイツが毎年支払う賠償金が現実的な額にまで削減された。その後ドイツは対外借入などを行うことによって、賠償金を支払っていった。

このように第一次大戦後のドイツは、当時の経済力では支払不能な賠償金が発生し、それを通貨発行によってファイナンスしたこと、換言すれば中央銀行が財政支出を賄うという政策をとらざるをえなかったことがハイパーインフレを招き、経済の混乱を招いた。逆からみれば、この混乱を経なければ、ドイツは買収金問題を現実的に支払い可能な問題として解決することができなかつたともいえる。

#### （4）第二次大戦後のアメリカ

第二次大戦後のアメリカの政府債務比率（政府債務/GNP）は110%と、第一次大戦後の30%と比べはるかに高い水準となった。政府債務の規模が経済規模を超えたという点では、現在の日本と共通している。

大戦終結後のアメリカは、民間の資金需要が高まっていく中で大量の国債をそのままにしておくと、国債価格が暴落し国債を保有する銀行が多額のキャピタルロスを被り、経済が混乱するという恐れがあった。戦時中、アメリカの銀行は、民間の資金需要が低迷する中で消去法的に国債投資を増やしていた。商業銀行の資産に占める国債の比率は7割にも達していた。こうした状況は、現在の日本の銀行がやはり消去法的に国債保有を大幅に増やしているのと類似している。

国債市場に混乱が起らないようにするため、第二次大戦中の1942年に連銀と財務省が、国債の買い支えを行って金利が一定水準を上回らないような措置をとることで合意した。連銀はこれに基づいて公開市場操作を行い、国債価格支持政策（いわゆる釘付け政策）を展開した。この結果、長期国債の利回りは2.5%以内の水準で維持された。

国債価格支持政策によって低金利が維持されたが、この代償として連銀は、民間需要が拡大して経済が過熱傾向を示しても、金融引き締めを行うことができなくなった。金融政

策が制約を受けた結果、戦後のアメリカ経済は緩やかなインフレが続いた。このように連銀は、国債価格支持政策をとることによって金融政策の自主性を失ったが、これも大戦中に累増した政府債務をソフトランディングさせるために必要な措置と考えられていた。

1945～65年の政府債務比率の変化を寄与度分解してみると、成長と物価上昇が同程度に寄与していることがわかる（図表5）。国債価格支持政策の結果もたらされた緩やかなインフレが、政府債務比率の低下に寄与したことを示している。またこの間、政府債務残高はわずかながら増加したものの、政府債務比率の上昇には大きな影響を与えなかった。

図表5 第二次大戦後のアメリカの政府債務比率の変化

1945年の政府債務比率(政府債務 / GNP)=110	
政府債務比率の変化幅(1945～65年)	-74
ネットの債務償還要因	3
実質成長要因	-39
物価上昇要因	-38

（資料）図表3と同じ。

その後、国債価格支持政策は、1950年に朝鮮戦争が勃発して、先行きのインフレ懸念が深刻なものになったことで終わりを告げた。維持された2.5%以内の金利水準では低すぎ、金融を引締める必要性が高まったからである。その結果、1951年に連銀と財務省との間でアコード（合意）が成立し、連銀は国債価格支持政策から開放され、財務省は市場金利を前提とする国債発行を行うこととなった。アコードの成立によって、連銀は金融政策の自主性を獲得した。

このように第二次大戦後のアメリカは、巨額の政府債務を緩やかな形で解消させたが、これが可能であった背景としてはドルに対する信認があった点を指摘しておかなければならない。当時のアメリカは、戦争の勝利とその経済力によって、基軸通貨としての地位を揺るぎないものとしていた。またアメリカは、多額の経常黒字を計上する債権国でもあった。この点で、戦後のアメリカは政府債務が累増した状態にあっても、それが通貨価値には問題を生じさせなかった。また、政府債務をソフトランディングさせるために、連銀が国債価格支持政策をとっても通貨の信認には影響しなかった。

#### （5）第二次大戦後の日本

第二次大戦後の日本が抱えた政府債務は、国債など合わせて2,000億円近くに達した。政府債務比率（政府債務 / GNP）は189%（1944年）にのぼった。政府債務の規模が経済規模を超えているという意味では、現在の日本と共通している。このように政府債務が累増した背景には、1932年の高橋財政以降、国債の日銀引き受けが行われるようになったこ

とと、日本が戦争に入っていく過程で軍事費が肥大化していったことがある。

日銀の国債引き受けは、当初は昭和恐慌で深刻なデフレに陥った日本経済を回復させるための緊急非難的な措置と考えられていた。事実、高橋蔵相は景気回復後に国債発行を減額しようとした。しかし、これが軍事費削減につながるのと軍部からの反発を招き、高橋蔵相は二・二六事件で倒れ、その後も日銀引き受けによる国債発行は続けられた。1937年に日中戦争が勃発すると（日華事変）、さらに大量の国債発行を消化するため、臨時資金調整法の制定によって民間の資金需要を圧縮する一方、国債引き受けが制度化され、軍事費の拡大が続けられていった。この結果、終戦後の政府債務の累増は膨大なものとなった。

巨額の債務は当時の財政状況では、返済することは到底困難と思われていた。しかし、戦後すぐにハイパーインフレが生じたために、結果として債務の実質負担が大幅に低下する結果となった（図表6）。ハイパーインフレが発生した要因は、戦時中から大量の国債が日銀引き受けによってファイナンスされたため、大量の銀行券が増発されたことにあった。戦後になって、それがハイパーインフレにという形で現われたと考えることができる。1944～51年の政府債務比率の低下要因を寄与度分解してみると、そのほとんどが物価上昇によるものであったことがわかる（図表7）。

当時は、統制経済下で、資本逃避や金利上昇など資本市場の反応が起きなかったため、ハイパーインフレによって債務が帳消しすることが可能になった。ハイパーインフレは1949年の緊縮財政（ドッジライン）によってようやく収束をみた。

図表6 第二次大戦後の日本の政府債務と物価

年度末	政府債務額 (億円)	政府債務指数 (34-36年平均=100)	卸売物価指数 (34-36年平均=100)	実質政府債務指数 (34-36年平均=100)
1940	310	294	171	172
41	418	397	190	209
42	572	542	198	273
43	851	808	219	369
44	1,520	1,442	269	536
45	1,995	1,893	1,195	158
46	2,653	2,518	2,423	104
47	3,606	3,423	8,668	39
48	5,244	4,977	19,700	25
49	6,373	6,049	22,729	27
50	5,540	5,258	33,472	16
51	6,455	6,126	35,284	17

（資料）大蔵省財政史室編（1983）

図表7 第二次大戦後の日本の政府債務比率の変化

1944年の政府債務比率(政府債務 / GNP)=189

政府債務比率の変化幅(1944～51年)	-181
ネットの債務償還要因	6
実質成長要因	0
物価上昇要因	-187

(資料) 図表6と同じ。

#### (6) 80年後半のアメリカ

レーガン政権では、サプライサイド経済学の立場に立って減税による経済活性化を図るとともに(いわゆるレーガノミックス)、軍事費を増強してソ連に対抗する姿勢をとった。このため、財政赤字が続いた(図表8)。また、当時のアメリカは経常収支も巨額の赤字を計上していたため、「双子の赤字」と呼ばれる状況となった。

80年代半ばには、双子の赤字はドルの信認低下につながる問題として、深刻なものとして受け止められるようになっていった。経常収支の悪化を防ぐためには、ドルの調整が必要だという危機感が強まっていき、85年にはブラザ合意によって、ドル安への為替調整が国際協調によって進められた。

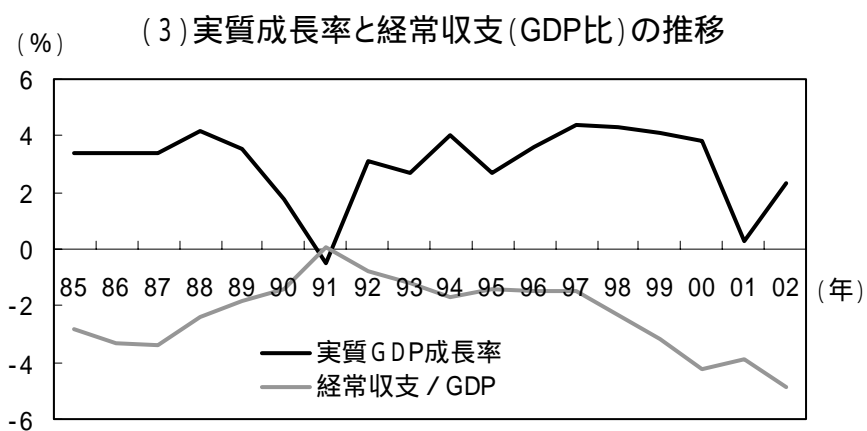
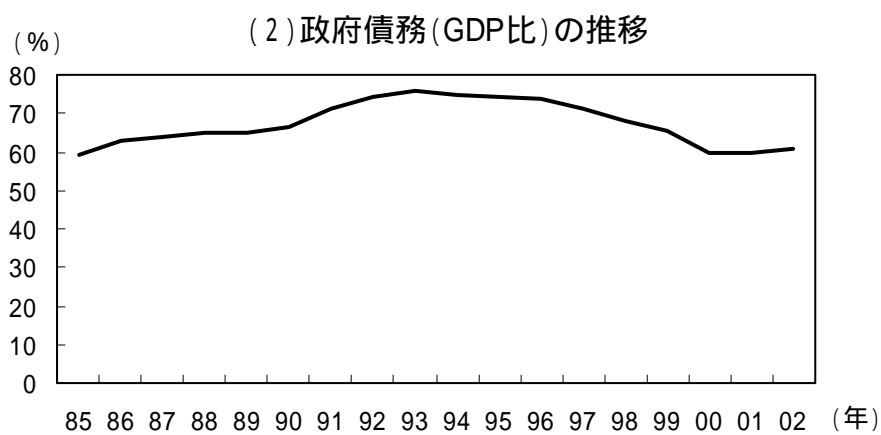
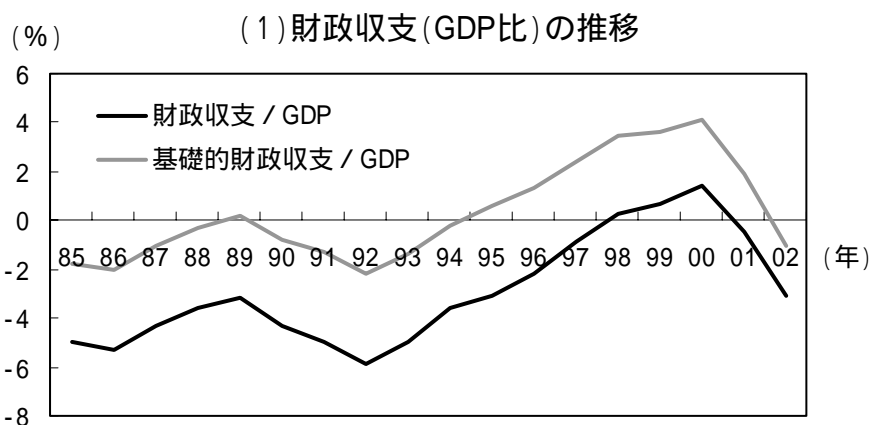
同時に、財政再建への取り組みも80年代半ばから行われた<sup>2)</sup>。まずレーガン政権では、85年にグラム・ラドマン・ホリングス(GRH)法を制定することによって財政収支の均衡を目指したが、これはほとんど機能しなかった。その後、ブッシュ政権に代わった90年には、包括税制調整法(OBRA90)が制定され、国防費、メディケアなどの歳出削減が行われるとともに、所得税の増税などが行われた。続くクリントン政権では、93年に新しい包括財政調整法(OBRA93)が制定され、歳出削減が続けられるとともに、高額所得者に対する所得税の増税、法人税の増税などが行われた。

このようにアメリカの財政再建は、直接的にはドルの信認低下という市場の圧力に後押しされる形で始まり、90年代以降に本格的に進んでいった。この間、財政再建がうまくいった要因としては、景気が拡大基調にあったこと、冷戦の終結によって軍事費を大幅に削減することが可能になったことを指摘できる。1993～2000年にかけての政府債務比率(政府債務 / GDP)の変化を寄与度分解してみると、実質成長のほか、それに伴う物価上昇が寄与したことがわかる(図表9)。

これに加え、アメリカの場合は、国内の政治状況が改革を進める圧力として働いたという点も指摘しておく必要がある。レーガン時代に歯止めをかけることはできなかった財政赤字の拡大に、その後のブッシュ政権、クリントン政権下に歯止めをかけることができた要因としては、以下のように説明することができる<sup>3)</sup>。

レーガン、ブッシュ政権は共和党政権であるが、共和党は伝統的に小さな政府を志向する。一方、クリントン政権は民主党政権で、民主党は伝統的に大きな政府を志向する。ま

図表8 アメリカのマクロ経済指標



(資料) OECD、IMF

図表9 80年代後半のアメリカの政府債務比率の変化

1993年の政府債務比率(政府債務 / GDP)=75.8	
政府債務比率の変化幅(1993～2000年)	-16.3
ネットの債務償還要因	8.3
実質成長要因	-17.2
物価上昇要因	-7.4

(資料) 図表8と同じ。

ず、レーガン政権は減税し小さな政府を実現することで、民間部門を活性化させる政策を選択したが、これは結果として政府債務の累増を招いた。

次いで引き継いだブッシュ政権では財政改革が重要な課題となったが、これを小さな政府の理念と合致する歳出削減を優先的に行うことによって道筋を開いた。

そしてその後のクリントン政権では、財政改革を進める上でブッシュ改革の基本は維持した上で、民主党の理念である大きな政府と矛盾しない増税を行うことでさらに改革を進めることができた。このように90年代のアメリカでは歳出削減と増税という財政改革に必要な措置を二つの政権で、漸進的に進めていくことができた。

アメリカにおける二大政党制のように、政権与党に対する強力な野党が存在する場合、次の政権獲得を目指して互いの牽制やチェックが強く働く。民主党のクリントン政権は本来ならば大きな政府志向で歳出を増加させる(少なくともあまり削減しない)というインセンティブを持つ。しかしブッシュ政権時代に歳出増加に歯止めがかけられ、またクリントン政権下でも共和党からの歳出削減圧力が強く働いたため、結局、クリントン政権では増税によって財政赤字を縮小するしか道がなかったとみることができる。

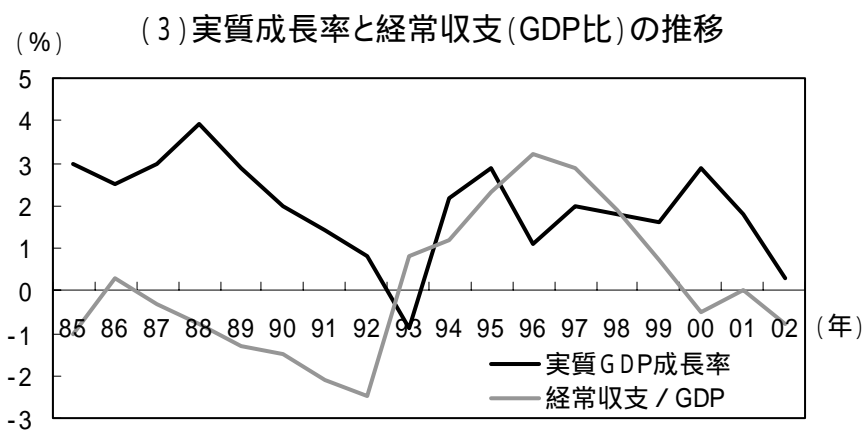
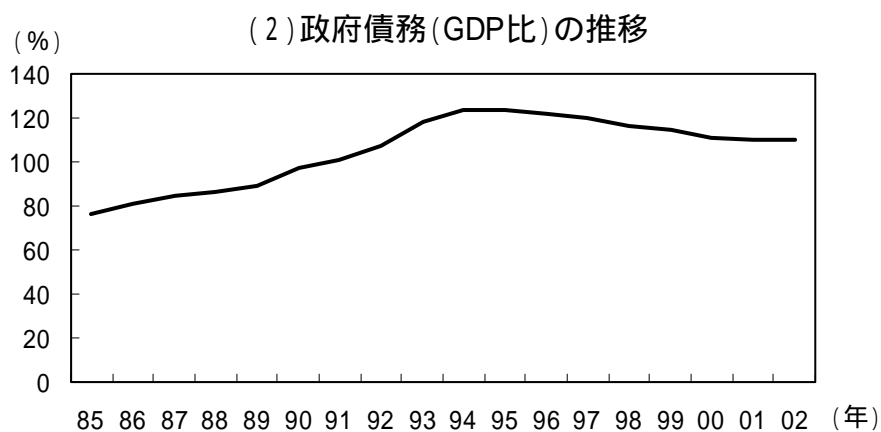
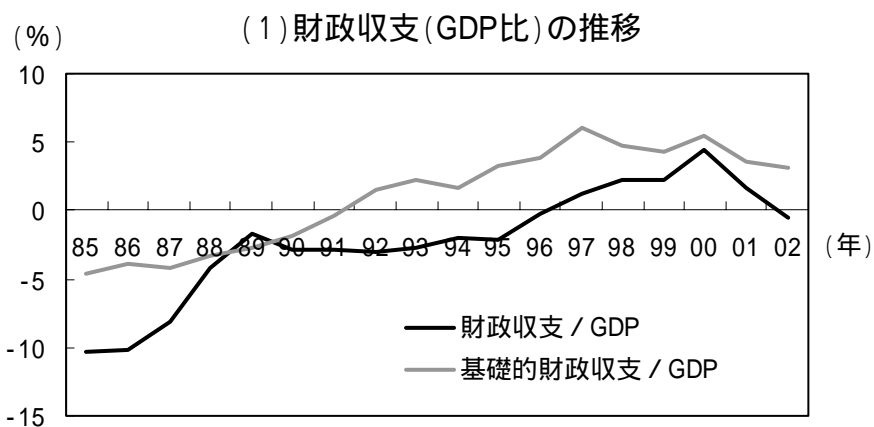
また、財政改革に対する世論の支持という観点からみると、二つの政権によって歳出削減、増税という順番で行われた財政改革は、先に政府が身を切ることで、国民の理解も得られやすかったという要因も指摘できる。

このようにアメリカの場合には、政治経済学的にみて、国内の政治状況が結果としてみればうまく働いたため、市場の圧力など外圧頼みばかりではなく、内圧によって改革を漸進的に進めることができたケースであった。

#### (7) 90年代初めのイタリア

イタリアは70年代初めまでは政府債務比率(政府債務 / GDP)がヨーロッパの中では最も低かったが、それ以降財政収支の悪化が続き、急速に政府債務が累増していった(図表10)。財政収支が悪化した基本的な要因としては、社会保障費が増大する一方で、それに見合う増税がなされなかったことがあげられる。イタリアの租税は一般に税率が低く、課税ベースも小さいという問題を有していた<sup>4)</sup>。

図表10 イタリアのマクロ経済指標



(資料) 図表8と同じ。

イタリアは79年に欧州通貨同盟に加盟し、それによって財政再建への圧力が強まることにはなったものの、それ以降も財政赤字は累増する一方だった。90年代に入ってから、本格的な財政再建への取り組みがみられるようになったが、その効果ははかばかしくなかった。

一方、その間 EU では、通貨同盟からさらに進めて通貨統合を目指す動きが活発になるなど、統合をより強固なものにしようとする動きが強まっていったが、それにつれ次第にイタリアの財政赤字に対する懸念が強まっていった。92年2月にはマーストリヒト条約が調印され、通貨統合に参加するための経済収束基準が定められた(97年中に財政赤字/GDPを3%以下、政府債務比率を60%以下に抑えることなど)。

しかし、92年6月にデンマークでマーストリヒト条約が否決されたことをきっかけに欧州通貨危機が発生し、それに伴い、財政赤字など経済のファンダメンタルズに問題を抱えるリラ売りの圧力が強くなった。また80年代後半には、経常収支が赤字に転じていたため、こうした面からもリラ売りの素地はあった。1990年末から92年末にかけてリラは3割以上下落した。リラ暴落によって、92年9月にイタリアは欧州通貨制度からの離脱を余儀なくされた。

これ以降、EU通貨統合という外圧に強く後押しされる形で、財政再建の本格的な取り組みがなされることになった。社会保障費、公共投資などの歳出が抑制される一方、課税範囲の拡大、脱税防止などによって歳入の増加を図った。また、オブリコ・コベルツェラ(財源確保義務)というルールによって、新しい政策を行う際には、財源を確保することが義務づけられた。同時に年金、医療制度の改革も進められた。こうした取り組みの結果、財政赤字は縮小に向かい、政府債務比率は94年の124%をピークとして低下した。

98年のEU首脳会議において、単一通貨ユーロによる通貨統合が、当初の予定通り99年1月からスタートとすることが決まったが、イタリアはかろうじてその参加資格を得ることができた。イタリアは財政赤字/GDPの条件は満たしたものの、政府債務比率の条件はまだ満たしていなかったが、持続的に改善状況がみられるという例外規定によって救われた。

以上のようにイタリアのケースは、EU通貨統合に参加するための条件をクリアしなければならぬという外圧が働いたことと、リラ暴落という市場の圧力が働いたことが、それまでの財政運営を転換させる大きなきっかけとなった。リラ暴落はイタリアの危機感を高めたが、マクロ経済的にみれば、通貨安による輸出増加をもたらしたこと、高金利政策によってリラを防衛する必要がなくなったことなどによって、経済成長に好影響を与えた。1994~2000年にかけての政府債務比率の変化を寄与度分解してみると、実質成長要因のほか、それを上回る物価上昇要因が寄与したことがわかる(図表11)。



図表 11 90 年代初めのイタリアの政府債務比率の変化

1994年の政府債務比率(政府債務 / GDP)=123.8

政府債務比率の変化幅(1994～2000年)		-13.3
ネットの債務償還要因		19.8
実質成長要因		-12.7
物価上昇要因		-20.4

(資料) 図表 8 と同じ。

#### ( 8 ) 90 年代初めのスウェーデン

スウェーデンでは、日本と同じように 80 年代にバブルが発生した。バブルの間、財政収支は好転したが、90 年にバブルが崩壊すると、金融機関に多額の不良債権が発生し、また財政収支も悪化に向かった(図表 12)。金融機関救済のための財政支出や減税の実施は財政を悪化させる要因となった。また、バブル期には好景気によって覆い隠されていた財政の構造的な問題、すなわち社会福祉費などの増大による構造的な財政収支の悪化も、バブル崩壊後に露呈した。また、88 年以降は経常収支も赤字に転じた。

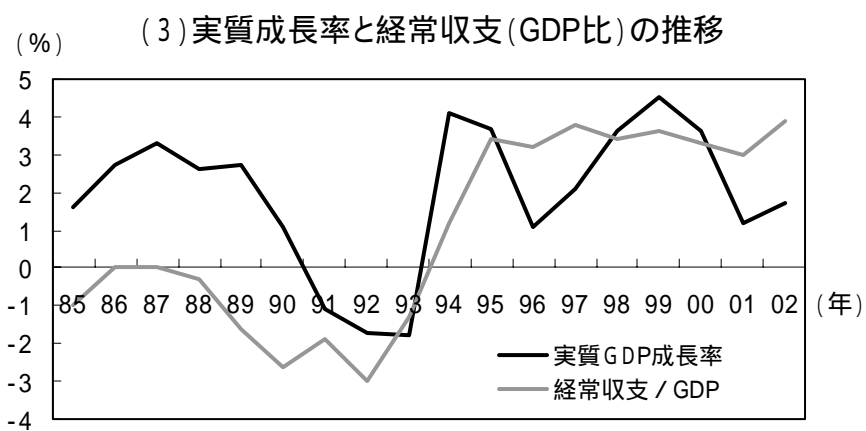
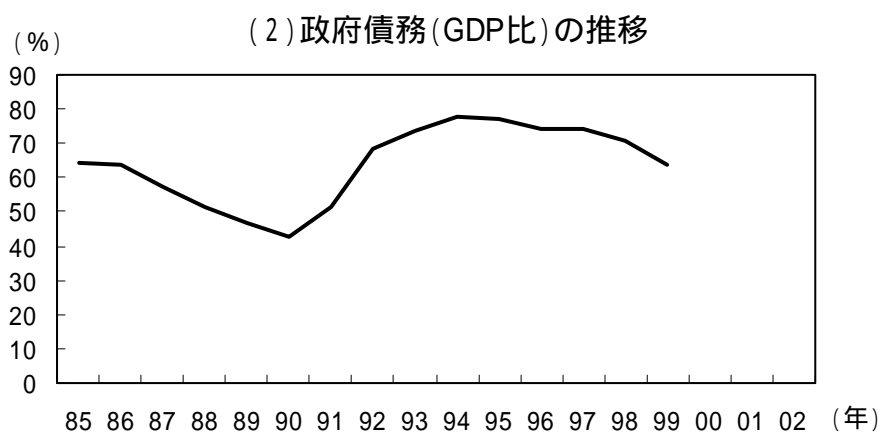
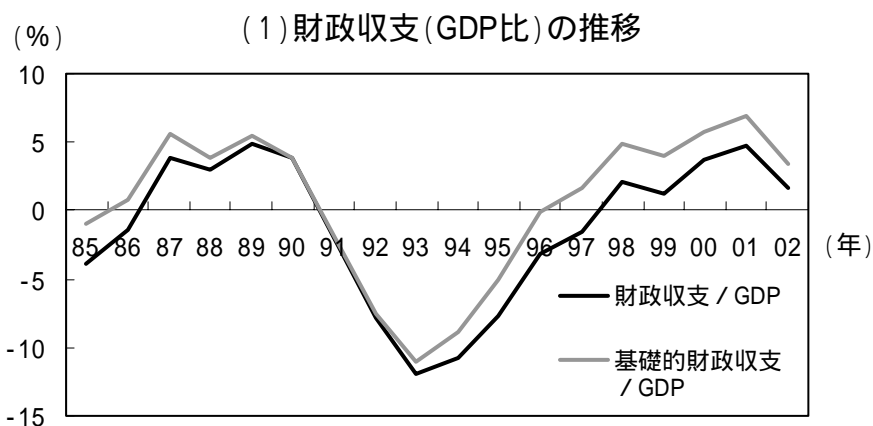
政府債務比率(政府債務 / GDP)は、90 年以降増加の一途をたどった。経済の急速な悪化は、92 年には通貨危機という形で現われた。通貨防衛が困難となり、ついに変動相場制に移行した(それまでは ECU に連動するペッグ制を採用)。91 年末から 93 年末にかけてクローナは 3 割以上下落した。

さらに、スウェーデン国債にはデフォルトの危機が迫った。スウェーデン国債と世銀債のスプレッドが拡大し、94 年には、国内最大の生命保険会社が、政府が信頼できる財政再建計画に着手するまで国債の購入を拒否するという事態が起こった。

このように 90 年代初めのスウェーデン経済は、戦後築きあげてきた福祉国家が存亡の瀬戸際にまで追いつめられていた。こうして国民全体の危機感が共有されたことが、政治に抜本的な改革を促した。94 年に打ち出された財政再建策は、徹底的な歳出削減を行い、同時に国民負担を増やす一方で、法人税率の引き下げなどによって経済活性化を図って税収増加をねらうというものであった。財政再建策としては極めてオーソドックスなものではあったが、それが徹底して行われたことが奏効し、財政収支は 94 年以降改善に向かい、政府債務比率も 94 年をピークとして低下に向かった。

このように、スウェーデンのケースでは、通貨危機と国債市場の暴落という市場の圧力が国民の危機感を高め、財政運営を転換させる大きな原動力となった。1994～99 年にかけての政府債務比率の変化を寄与度分解してみると、実質成長とそれに伴う物価上昇が寄与したことがわかる(図表 12)。

図表 12 スウェーデンのマクロ経済指標



(資料) 図表 8 と同じ。

図表 13 90年代初めのスウェーデンの政府債務比率の変化

1994年の政府債務比率(政府債務 / GDP)=77.9

政府債務比率の変化幅(1994～99年)	-14.4
ネットの債務償還要因	1.5
実質成長要因	-10.4
物価上昇要因	-5.5

(資料) 図表 8 と同じ。

## 2. 8つのケースの比較検討

以下では、1. で述べた8つの歴史的な事例をどのように分類できるかについて検討を加えていくことにしよう(図表14)。

### (1) 政府債務累増に何が歯止めをかけたか

これらの8つのケースでは、まず基本的に、通貨システムが金本位制度か管理通貨制度かという違いがある。

金本位制度においては、金を本位貨幣として、通貨の単位価値と一定重量との金が等価関係で結び付けられている。金兌換と金の自由な輸出入がその前提となる。通貨発行量は金の保有量によって決まる。一方、管理通貨制度は、一国の通貨発行量を金の保有量によって決めるのではなく、中央銀行が裁量によって管理する制度である。

一般に、金本位制度の下では、固定相場を維持するため、国内の物価上昇をできるだけ抑制するという観点から、財政が緊縮的に運営される傾向が強い。また、通貨供給量は、金準備という上限があるため、中央銀行はそれを超えて通貨を発行することはできない。この帰結として、国債発行を中央銀行が引き受けるような形で、財政支出を中央銀行がファイナンスするようなことも不可能である。

これに対し、管理通貨制度の下では、通貨発行量は中央銀行の裁量に依存するため、一般に、金本位制度に比べ通貨が膨張しやすい性質を持つ。また、場合によっては、財政支出を中央銀行がファイナンスするというようなことも可能である。こうした二つの制度の違いは、当然のことながら、政府債務の累増過程とそれが解消される過程にも大きな影響を及ぼすことになる。

しかし、金本位制度採用されていた時代でも、常に厳格にそれが維持されていたわけではない。戦時中など戦費の拡大が避けられない特異な状況では、一時的にそれから離脱する場合が少なくなかった。また管理通貨制度の下でも、固定相場制を採用するか変動相場制を採用するかによって、財政規律を維持しなければならないというプレッシャーのかかり方には違いがある。一般に、固定相場を維持しようとする場合には、財政規律を維持しようとするインセンティブが働くが、変動相場の場合にはそうしたインセンティブが働きにくい。

このように考えれば、金本位制度と管理通貨制度は、仕組みそのものとしては対極にあるものの、実際の運用においてはそれほど大きな差はなかったともみることができる。金本位制度の下でも最初に決めた固定相場が常に維持されていたというわけではなく、財政規律の維持が困難な場合は一時的に離脱することが往々にして行われた。そして、その際、元の為替レートに復帰できない場合は通貨切り下げが行われた。両者の違いは、通貨の信用の源泉が、究極的に金にあるか中央銀行にあるかという違いである。

図表 14 8つのケースの比較検討

	政府債務累増の主な要因	政府債務比率
ナポレオン戦争後のイギリス	戦費調達	210
第一次大戦後のアメリカ	戦費調達	30
第一次大戦後のドイツ	戦争賠償金	-
第二次大戦後のアメリカ	戦費調達	110
第二次大戦後の日本	戦費調達	189
80年代後半のアメリカ	レーガノミックス + 軍事費増強	76
90年代初めのイタリア	大きな政府	124
90年代初めのスウェーデン	大きな政府	78

	政府債務累増が通貨の信認に与えた影響
ナポレオン戦争後のイギリス	戦時中に不換紙幣発行したが問題なし
第一次大戦後のアメリカ	戦時中に金本位制を停止したが早期に復帰
第一次大戦後のドイツ	通貨の決定的な信認低下(債務を中央銀行がファイナンス)
第二次大戦後のアメリカ	通貨信認に問題なし(ドルが基軸通貨としての地位を確立)
第二次大戦後の日本	通貨の決定的な信認低下(債務を中央銀行がファイナンス)
80年代のアメリカ	ドル安への調整(ブラザ合意)
90年代のイタリア	リラ暴落
90年代のスウェーデン	クローナ暴落

	政府債務累増に歯止めをかけた要因	債務比率低下の主因
ナポレオン戦争後のイギリス	戦争終結 + 金本位制度の強化	実質成長
第一次大戦後のアメリカ	戦争終結 + 金本位制度への復帰	債務償還 + 実質成長
第一次大戦後のドイツ	-	ハイパーインフレ
第二次大戦後のアメリカ	戦争終結 + 国債価格支持政策	実質成長 + 物価上昇
第二次大戦後の日本	-	ハイパーインフレ
80年代のアメリカ	通貨の信認低下 + 内圧	実質成長 + 物価上昇
90年代のイタリア	通貨の信認低下	実質成長 + 物価上昇
90年代のスウェーデン	通貨の信認低下 + 国債市場暴落	実質成長 + 物価上昇

### 通貨の信認低下が財政改革のきっかけとなったケース

こうした点を念頭においた上で、8つの事例をみると、政府債務の累増に歯止めをかける圧力として、金本位制度であるか管理通貨制度であるかを問わず、通貨価値の維持が困難になるという点が強く働いたケースが多いことがわかる。通貨価値の維持について重大な懸念が発生することが、政府債務の累増に歯止めをかける力になったということである。

ナポレオン戦争後のイギリス、第一次大戦後のアメリカは、戦時中の戦費拡大が政府債務を累増させたが、戦争終結によって戦費が必要なくなったことが、財政収支を好転させるきっかけとなった。そしてその後早期に財政規律を回復させようというインセンティブを与えたのは、金本位制度を強化あるいは金本位制度に復帰しなければならないという点であった。

90年代初めのイタリアとスウェーデンでは、通貨が暴落したことが、国民の危機意識を高め、財政再建に向かう大きなきっかけを作った。とりわけ、イタリアのケースではEUの通貨統合を控え、通貨統合に参加するための財政面の条件を満たさなければ取り残されるという外圧が強く働いた。この二つでは、それ以上政府債務が拡大すると通貨の信認が完全に失われてしまうというというぎりぎりのところで、市場の圧力が財政規律維持のプレッシャーとして働いたと考えることができる。

さらに80年代後半のアメリカでは、財政赤字と経常収支の赤字という双子の赤字が、ドルの信認を低下させ、やはり通貨価値を維持しなければならないという点が、財政規律を回復させなければならない圧力として強く働いた。

このように、これらの6つのケースでは、通貨価値を維持しなければならないプレッシャーが、最終的に政府債務の累増に歯止めをかける力になったとみることができる。90年代初めのイタリアとスウェーデン、アメリカでは結果として通貨調整が起こったが（イタリアとスウェーデンでは通貨暴落、アメリカではプラザ合意によるドル安誘導）それ以上の通貨の決定的な信認低下は避けなければならないという強いプレッシャーが、財政改革を図る方向に転換させた。

### 通貨の信認低下が起こらなかったケース

これに対し、政府債務の累増に歯止めをかける際に、通貨価値の維持という面では、何らプレッシャーがかからなかったケースがある。第二次大戦後のアメリカのケースである。当時アメリカは基軸通貨としての地位を揺るぎないものとし、多額の経常黒字を持つ債権国でもあった。政府債務が累増しても、通貨価値には何の問題もなく、通貨価値維持のために政府債務を急いで回復させなければならないという事情は当時のアメリカにはなかった。当時のアメリカは、新規の国債発行には歯止めをかける一方で、中央銀行が国債価格支持政策を行うことで、政府債務を緩やかに削減した。国債価格支持政策は、結果としてアメリカ経済に緩やかなインフレ基調をもたらした。

### 通貨の信認が完全に失われたケース

最後に、通貨価値の維持という点からみると、通貨の信認が全く失われたことが、ハイパーインフレをもたらし、その結果として政府債務が帳消しになった例がある。第一次大戦後のドイツと第二次大戦後の日本である。ドイツの場合は敗戦後の戦時賠償を通貨の発行によってまかなったことが、日本の場合は戦費を含む政府支出の拡大を日銀の国債引き受けによってまかなったことが、中央銀行の信認低下をもたらし、ハイパーインフレをもたらす要因となった。

### (2) 政府債務の累増要因：戦費が大きな政府か

8つのケースは、政府債務の累増要因が、戦費の調達によるものか、公共事業費や社会福祉費の膨張など大きな政府によるものかによって分類することもできる。

ナポレオン戦争後のイギリス、第一次大戦後のアメリカ、第二次大戦後のアメリカ、第二次大戦後の日本は、政府債務累増の要因は、戦費の調達によるものであった。これに対し、90年代初めのイタリア、90年代初めのスウェーデンは、政府規模の拡大に伴う歳出膨張によるものであった。

80年代後半のアメリカの場合は、レーガン政権下で減税が経済を活性化させるというサブライサイド政策を採用し、またソ連に対抗して軍事費を膨張させたことが、政府債務を累増させる要因となった。その後冷戦が終結して、軍事費を大幅に削減できるようになったことが財政再建を容易にする一つの要因になったことを考慮すると、80年代後半のアメリカのケースには前者の要素が含まれていると考えることができる。減税による小さな政府への志向が政府債務の累増を招いたという点については、歳出の膨張が政府債務累増を招く後者の要素とは性格が異なっているが、財源を政府債務によってファイナンスしたという点では共通している。

前者の場合、すなわち政府債務累増が戦費や軍事費の調達によるものである場合には、戦争の終結自体が財政収支を好転させるきっかけとなる。したがって、こうしたケースでは財政再建のきっかけは非常につかみやすい。戦争が政府債務累増の要因であったとすれば、戦争が終結すること自体が、財政再建に踏み出す第一歩となるからである。

これに対し後者の場合には、それまでの長年の財政運営によって膨張した歳出に歯止めをかけることは難しい。政府の歳出によって利益を得ていた既得権益層が、歳出削減に反対する抵抗勢力となるからである。またそうした中で、政権与党に対抗する強力な野党が存在しないような場合には、政策転換を迫る内部からの圧力がほとんど働かないため、政治的にみても財政再建がより一層困難な状況となる。

こうした場合には、平時ではなかなか財政再建に踏み出すことはできない。結局のところ、こうしたケースで財政再建の大きな圧力となったのは、イタリアやスウェーデンの例にみるように、通貨の暴落や国債市場の暴落など市場の圧力や通貨統合などの外圧であっ

た。これによって国民に危機感が共有され、それまでは困難だった財政改革に一気に踏み出すことができるようになる環境が整った。つまり、市場の圧力がそれまで不可能だった改革をビッグバン的に推進する大きな力になったというわけである。

これに対し、90年代初めのアメリカのケースは、むしろドルの信認低下という市場の圧力が改革のきっかけになった面もあるが、それとともに国内の政治状況が改革を進める圧力として働いたという違いがある。レーガン政権下で拡大した財政赤字は、レーガン時代に歯止めをかけることはできなかったが、その後のブッシュ政権、クリントン政権下で進められていった。

先に述べたようにアメリカの場合には、政治経済学的にみて、国内の政治状況が結果としてみればうまく働いたため、市場の圧力など外圧頼みばかりではなく、内圧によって改革を漸進的に進めることができたまれなケースであった。二大政党制などの形で、国内で政権担当可能な政治勢力が複数存在している場合には、互いに牽制し合うことで政策運営に緊張感が発生するため、内部の圧力によって改革を進めることができるという事例である。これに対しイタリア、スウェーデンは、市場の圧力によって、一気に改革を進めるしか道がなかった。外圧によってようやく財政改革に向けた政治的なリーダーシップが発揮される状況が生まれたのである。

### (3) 政府債務比率の低下要因：国債償還か成長か物価上昇か

8つのケースは、政府債務比率の低下要因を、債務残高の減少要因（ネットの債務償還要因）、実質経済成長要因、物価上昇要因に分けてみたときに、どの要因が大きく働いたかによって分類することもできる。

物価上昇要因によってほとんど説明できるのは、ハイパーインフレが生じた、第一次大戦後のドイツと第二次大戦後の日本である。

一方、第一次大戦後のアメリカについては、債務残高の減少要因、実質経済成長要因が同程度に寄与し、歳出削減、実質成長を主たる要因として債務比率が低下した。これに対して、第二次大戦後のアメリカは、実質成長要因と物価上昇要因が同程度に寄与して、債務比率が低下した。中央銀行による国債買い支え政策によって、結果として緩やかなインフレがもたらされたことが、政府債務比率の低下に一定の役割を果たしたということにほかならない。

さらに、80年代後半のアメリカのケースでは、実質成長要因が最も大きく寄与し、合わせて物価上昇も一定の寄与をしている。この間の政府債務比率の低下には、軍事費削減に加えて、景気の持続的拡大が大きく貢献したことを示している。また、90年代初めのイタリアとスウェーデンについても、実質成長要因と物価上昇要因が、政府債務比率の低下に寄与した。

このように、政府債務比率の低下には、歳出削減や増税などの財政改革だけでは必ずし



も達成できるわけではなく、それと経済成長、及び成長に伴う一定の物価上昇が組み合わさることによって可能になっていることがわかる。また、第二次大戦後のアメリカでは成長に伴う自然な物価上昇に加え、国債価格維持政策によって人為的に緩やかなインフレが維持されたことが、債務比率の低下に寄与した。これらの事実は、債務比率の低下には、やはりある程度の成長とそれに伴う物価上昇が必要であることを示しているようにみえる。しかし、極めて例外的なケースではあるが、デフレ下で債務比率の低下を達成したケースもないわけではない。

ナポレオン戦争後のイギリスのケースである。ナポレオン戦争後の18世紀のイギリスでは総じて物価は下落基調で推移した。この基本的な要因としては、通貨制度が金本位制度であったという点がある。しかし、この間のイギリスは物価が下落する一方で、経済の実質成長が続いた。物価下落を補ってあまりある高成長が続いたということにほかならない。これは、イギリスが17世紀末にいち早く産業革命を成し遂げ、世界の工業国としての地位を確立し、18世紀全般にわたってその果実を享受することができたためである。また、工業力が著しく発展したことを背景に、この間に人口が大幅に増加したという点も成長に大きく寄与した。

ナポレオン戦争後のイギリスは、ここで取り上げた8つの事例の中では、最も高い政府債務比率に達し、同時に経済がデフレ基調で推移していたため、通常ならば政府債務の返済に関して重大な懸念が発生し、通貨の信認問題が発生するはずである。しかし、高成長と世界の覇権を握るポンドに対する十分な信頼があったことから、そうした問題が顕在化することはなかった。

このようにデフレ下でもそれを十分カバーするような経済の高成長が続き、実質成長が維持されている経済では、デフレ下でも債務比率を低下できるケースがある。政府債務の問題ではないが、これと類似したケースは現在の中国に見出すことができる。中国は経済の高成長が続く一方で、物価は下落基調を続けている。中国の金融機関は多額の不良債権を抱えており、デフレ下では本来その実質負担が増すはずである。しかし物価下落を上回って高成長が続いていることが、そうした問題を覆い隠していると考えられる。

#### (4) まとめ

以上をまとめると次のようにいえることができる。

まず、政府債務の累増はそれが行き過ぎると、通貨の信認に対する重大な懸念を発生させる。これは通貨価値や国債市場の暴落などの形で現実に現われる。そうした危機的な状況に至って初めて国民に危機感が共有され、財政改革を一気に行おうとする気運が高まる。市場の反応のほかに、通貨統合への参加や金本位制度を維持しなければならないという、制度的な制約が財政規律維持のプレッシャーとなる場合もある。

しかし、もはや通貨の信認を維持できないほど政府債務が累増し、同時にそれを中央銀

行がファイナンスしているような場合には、ハイパーインフレが発生し、政府債務が実質的に削減されるような作用が働くことがある。

これに対し、十分な対外資産や金融資産を持つなどの要因によって、政府債務が累増しても、それが通貨の信認問題に影響を与えない場合には、政府債務の削減を緩やかな形で図るソフトランディングも可能になる。例えば、中央銀行が国債の買い支えを行い、緩やかなインフレの下で政府債務を実質的に削減するようなことができる。

他方、債務比率を低下させるためには、現実問題として、財政改革だけでは難しく、その間、経済が成長経路にあることが必要である。ただし、まれなケースではあるが、デフレ下でも実質成長率が極めて高い経済では、債務比率の低下が進む場合もある。

さらに、財政改革を可能にする政治的な条件についてみると、大きな政府によって政府債務が累増した場合には、一般に、財政改革に踏み切るきっかけを見出すことが難しい。市場の圧力や制度的な制約によって危機感が高まって初めて、改革に踏み出すことができるようになる場合が多い。ただし、国内に政権与党への強力な対抗勢力がある場合には、その圧力によって改革が進む場合もある。

結局、何が財政規律維持のプレッシャーになるのかという点については、市場（通貨市場、国債市場）、制度的な制約、国内の対抗勢力という三つの要素を抽出することができる。

### 3. 政府の予算制約式に最終的な責任を持つのは誰か

#### (1) 政府の予算制約式

ここまで政府債務がいかにして解消されたかについて、過去の事例の考察を進めてきたが、解消の方法については、理論的には次のように理解することが可能である。

政府は、財政運営にあたって次の予算制約式を満たさなければならない。すなわち、

$$\text{税込 + 国債発行} - \text{歳出} = 0 \quad (1)$$

の式を満たす必要がある。ここで国債発行はそれを誰がファイナンスするかによって、民間が引き受けるか中央銀行が購入するかに分けられる。中央銀行が購入した場合にはそれによってマネー残高が増加する。したがって、

$$\text{国債発行} = \text{民間部門の国債残高の変化} + \text{マネー残高の変化} \quad (2)$$

となり、(1)式は次のように書き換えられる。

$$(\text{税込} - \text{歳出}) + (\text{民間部門保有の国債残高の変化} + \text{マネー残高の変化}) = 0 \quad (3)$$

左辺の第一項は、政府の財政余剰を意味する。第二項は、政府の不足資金の調達方法を意味する。第二項で、民間部門が保有する国債残高の変化とマネー残高の変化のウエイトは中央銀行の公開市場操作(オペ)によって変化する。例えば、中央銀行が買いオペによって国債を購入してマネーを供給すれば、マネー残高の変化のウエイトが高まる。

この予算制約式は、将来の各期にわたって成立する必要がある。そこで毎期の予算制約式を現在から将来にわたって積み上げ、物価水準で実質化すると以下の式が得られる<sup>5)</sup>。

$$\begin{aligned} & \text{民間部門保有の国債残高} / \text{物価水準} \\ & = \text{財政余剰の割引現在価値(実質値)} + \text{マネー残高の変化の割引現在価値(実質値)} \quad (4) \end{aligned}$$

この式は政府が負う債務(国債)は、将来にわたる政府の財政余剰と、中央銀行によって供給されるマネー残高によって、ファイナンスされなければならないことを意味している。中央銀行が国債の購入を増やしてマネーを供給すれば、その分政府の国債償還の負担は軽減する。

## (2) 政府債務はどのように解消されるか

政府がデフォルトしない限り、(4)式は事後的には必ず成立しなければならない。その際、(4)式がどのような形で満たされるかは、財政当局と中央銀行の行動パターン（どちらが独立して行動するか）によって変わってくる。

第一に、中央銀行が独立にマネーの供給量を決定し、財政当局が受動的に財政余剰を調整するケースでは、財政当局が(4)式を満たすよう行動する必要がある。すなわちこのケースでは、政府債務の解消については、財政当局が歳出削減や増税を通じて財政余剰を調整することによって責任を持つことになる。

第二に、財政当局が独立に財政余剰を決定し、中央銀行が受動的にマネーを供給する場合には、中央銀行が(4)式を満たすよう行動する必要がある。すなわちこのケースでは、政府債務の解消については、中央銀行のマネーを供給することによって責任を持つことになる。この時、マネーの供給増加に伴って物価は上昇する。

第三に、財政当局、中央銀行ともに独立に行動するケースでは、財政余剰、マネー供給とも独立に決定されるため、ともに(4)式を満たすことについて責任を持たない。この場合は、民間部門の行動が変化し、それに伴い物価水準が調整されることで、事後的に(4)式が満たされる。例えば、財政当局が財政支出の拡大を将来の増税によって賄わない非中立的な財政政策をとっているケースでは、消費者はそれを恒常所得の増加と認識し、消費を増加させる。需要の拡大は物価を上昇させ、物価上昇を通じて(4)式が満たされることになる。

このように政府債務が解消されるパターンは、理論的には大きく分けて三つに分類することができる。先にみた歴史的事例はどれに近いだろうか。

まず、第一次大戦後のドイツは、戦争賠償金という財政負担の発生を、通貨発行によってファイナンスしたという点で、第二の類型に属すると考えることができる。また、第二次大戦後の日本も、財政支出を中央銀行の国債引き受けによってファイナンスしたということから、やはり第二の類型に属すると考えることができる。この二つの事例では、通貨供給量の増加によって財政支出をファイナンスし、結果としてそれがハイパーインフレを引き起こして、政府債務の解消をみた。

一方、第二次大戦後のアメリカは、中央銀行が金融政策を独立に運営することができず、国債価格支持政策を余儀なくされた点を考慮すると、やはり第二の類型の要素が含まれている。この時、財政当局はもちろん財政支出の抑制など財政再建を図ったが、それを円滑なものにするために中央銀行の協力を必要としていた。そして、結果として緩やかなインフレが引き起こされたことが、政府債務の解消に寄与した。

このように、この三つの事例では、中央銀行が通貨発行ないし国債購入による通貨供給量の増加によって、政府債務を引き受けその解消に一定の役割を果たしたという点で共通している。通貨の信認を維持したまま、巨額の政府債務をソフトランディングできたケー

すが第二次大戦後のアメリカであり、通貨の信認が完全に失われハイパーインフレによって政府債務問題の解決をみたケースが、第一次大戦後のドイツと第二次大戦後の日本であった。中央銀行が政府の予算制約式を満たす際に主体的な役割を果たすケースでは、その過程で通貨の信認を維持できたかどうかだが、両者の違いであったと考えることができよう。

これに対し、この三つ以外の事例は、財政当局による財政改革が主体となっており、中央銀行が財政支出をファイナンスするという要素は含まれていなかったと考えられる。すなわち、上記の第一の類型に属するとみなすことができる。これらのケースでは政府債務の解消過程においては、中央銀行が中心的な役割を果たすことはなかった。

### (3) 経済政策の信認問題：通貨制度と財政規律

過去の事例について、通貨の信認低下が財政規律を回復させる重要な要因になったことを指摘したが、この点については為替相場制度として、固定相場制が望ましいか、変動相場制が望ましいかという問題と絡めて考えることもできるので、以下で簡単に考察しよう。

一般に固定相場制を採用した場合、それを維持するためには国内の物価水準を安定的に保つことが要求される。このためには財政規律を厳格に維持する必要がある。財政支出の拡大はインフレを招く可能性があるからである。実際、歴史的事例でみたように、金本位制度や EU の通貨統合が、それを採用あるいはそれに参加した国の財政規律を保つように寄与したとみることができる。

しかし固定相場を維持するためには、国内の価格・賃金をそれにあわせて調整する必要があるため、特に調整の過程でデフレが必要となる場合には大きな痛みを伴うことになる。しかも現代においては、政府規模が拡大し政府の役割が大きくなっているため、固定相場の維持のために一定の財政規律を保つことは、政治的、社会的にも非常に難しくなっている。これは、換言すれば、社会が固定相場を維持するための調整費用を受け入れにくくなっているということの意味する。また、固定相場制の致命的な欠点としては、経済が調整に耐え切れなくなった時に、固定相場の枠組み自体を壊してしまうという点をあげることができる。比較的記憶に新しいところでは、ドルペッグが主因として発生したアジア通貨危機が、それに類似した事例としてあげることができよう。

これに対し変動相場制であれば、経済が実物的ショック（実質為替レートの調整を必要とするようなショック）に見舞われた場合に、名目為替レートの調整によってショックを吸収できる余地がある。現在の先進諸国では、変動相場制をとることが普通である。

しかし、固定相場制度の下では、経済政策に一定の規律を与えられる効果がある点はもっと注目されるべきかもしれない。一般に、財政当局には不況時などインフレの限界費用が小さい場合に、拡張的な政策をとるインセンティブが発生する。また現在では金本位制度ではなく管理通貨制度がとられているため、中央銀行が裁量的に通貨供給量を増やすこ

とができる余地があるという点も、政策当局がインフレ的政策に走ることを制度的に容易にしている。その最も極端な形態としては、通貨供給と財政支出が直接リンクされた形である、中央銀行による国債の購入ないし直接引き受けがある。

こうしたインセンティブは、そもそも固定相場を維持しなければならないという足かせがある場合には発生しない。むしろ先にも述べたように、固定相場を維持するために財政規律を維持しようとするインセンティブが働く。こうした固定相場制の持つ性質が、政策運営に対する信頼を高める場合もある。現実には、通貨統合によって財政運営などに厳しいしびりをかけられている EU 諸国にそうした傾向を見出すことができる。

しかし先にも述べたように、EU のように通貨統合を行うような場合は別として、経済的、社会的にみて、固定相場を維持するための調整費用を受け入れることは現在では困難になっている。しかし、変動相場制の下でも、財政運営にあらかじめ規律を保つルールが設けられている場合には、それによって政策運営に対する信頼を高めることは可能である。

しかし、そのような財政ルールの必要性は、80 年代後半のアメリカや 90 年代初めのイタリア、90 年代初めのスウェーデンの例に典型的に現われたように、経済が危機的状況に至ってようやく認識され、逆に、経済危機に陥った後に厳しい財政ルールが設けられることが財政運営に対する信頼を回復させるという順番になっている。つまり、本来ならば事前にあった方が望ましい財政運営のルールが、危機に至って初めて確立されるのが常となっている。

これらは現実問題として、財政と通貨の規律を同時に保つことが非常に難しいことを示している。この問題は先にみたように、19 世紀の金本位制度期以降、現在にいたるまで、繰り返し現われてきた問題である。現在までのところ、両者を常に安定的な状態に保つための確実な方法は確立されていないといってもよい。

#### 4．日本への示唆

##### (1) 現在の日本の歴史的な位置づけ

現在の日本は過去の歴史的な事例からみて、どのように位置づけることができるだろうか。まず、政府債務が累増する中、国債市場を混乱させないために中央銀行が一定の国債買い入れを行っているという意味では、すでに連銀が国債価格支持政策をとった第二次大戦後のアメリカに近い領域に入っているとみることが出来る。

しかも当時の連銀が国債支持政策を行っても、ドルの信認には問題が生じなかったように、現在の日本でも国債買い入れが円の信認を低下させるという事態にまでは至っていない。これは当時のアメリカと同様に、現在の日本も経常黒字国・債権国であるためと考えられる。この点は、日本にはまだ、第二次大戦後のアメリカと同じように、政府債務が累増し中央銀行が国債を買い支えても、それを通貨の信認低下に直結させないだけの体力があることを示している。つまり、日本にはまだ、財政再建を先送りできるだけの余裕があるということである。

第二次大戦後にアメリカがとった政策は、国債を買い支えた上で、国債残高を大きく増加させないようにしつつ、その後の経済成長を待って、政府債務比率をソフトランディングさせるというものであった。しかし、現在の日本は、国債を中央銀行が一定限度内において購入しているという点では当時のアメリカと共通しているが、一方で国債残高の増加は歯止めがかかる見込みはなく、経済もデフレに陥り先行きの成長を展望できないという大きな違いがある。つまり問題を先送りしているだけで、政府債務比率をソフトランディングさせることについては目処が立っていない。

デフレ下でも、政府債務を解消できる場合があることは、ナポレオン戦争後のイギリスの事例が示す通りである。ただ当時のイギリスは、産業革命後の生産性の向上とそれに伴う人口増加が物価下落を補ってあまりある高成長をもたらした、これが政府債務比率を低下させる大きな力となった。しかし、現在の日本は単に成長率が低いというだけに留まらず、近い将来人口も減少局面に入ることが確実なため、デフレ下で政府債務比率を低下させるなどということはとてもできそうにない。

このままの状況が続いていったらどのようなことが起こるだろうか。今のところ日本は経常黒字国・債権国であり、また、国内には膨大な金融資産もあるため、債務が累増したところでそれが通貨の信認低下を招き、経済が危機的な状態に向かう可能性はほとんどない。しかし例えば、産業の競争力が急速に衰えている日本の現状を考えると、近い将来経常収支が赤字化する可能性はゼロではないだろう。そうなると日本は、第二次大戦後のアメリカではなく、むしろ90年代初めのイタリア、90年代初めのスウェーデンに近い状況になってしまうかもしれない。イタリア、スウェーデンのケースでは、財政赤字のみならず経常収支も赤字化した状態に陥り、それが通貨の暴落を招いて経済危機が起こり、そうした

市場の圧力が強まって初めて改革が進められる結果となった。

しかし仮にこうした状況に直面した場合でも、80年代後半のアメリカのように、通貨暴落を未然に防ぎ、国際協調によって為替調整を進めることができれば、危機を招くことなくソフトランディングさせることができるかもしれない。当時のアメリカでは、双子の赤字がドルの信認を低下させる深刻な状況にあったが、プラザ合意によってドル安への調整を行い、問題を克服した。これがその後の経済成長をもたらす一つの要因となり、冷戦終結による軍事費の削減効果との相乗効果で、政府債務比率を低下させることができた。

そういう意味では、今の段階で円安への為替調整を進めることができれば、それによる輸出増加、物価の上昇という二つの効果を通じて、日本の苦境を多少は和らげることができるかもしれない。しかし、競争力が衰えたといっても、依然、経常黒字国である円の調整が今の段階で進む可能性は低い。また、国際協調によって円安誘導できるかどうかについても、対ドル、対人民元との現在の関係を考えてその可能性は低い。おそらく、円安への調整が進むとしたら、イタリアやスウェーデンのように日本経済が危機に陥る時であろう。しかし、危機を招くことは決して望ましいことではない。

## (2) 政府債務のソフトランディングに向けて

このような現実を踏まえると、日本が選択できる道は、やはり国債市場をある程度支えながら、その中で地道に改革の道を探ることであろう。つまり国債市場を支えることで時間稼ぎをしながら、財政再建と将来の成長への道筋を、たとえ困難であっても少しずつでも具体化していくことである。

ここで注意しなければならないのは、国債市場を支える場合、それを今後大きく拡大させていった場合の弊害である。国債の買い切りオペの拡充にしる、国債の直接引き受けにしる、中央銀行が国債を購入するという事は、多かれ少なかれ、中央銀行が財政支出をファイナンスするという要素が含まれている。

中央銀行による財政支出のファイナンスが無制限に行われた場合の帰結が、第二次大戦の日本や第一次大戦後のドイツのハイパーインフレであった。ハイパーインフレは、政府債務を短期間で実質的に削減する効果をもたらしたが、その代償として経済の大きな混乱を招いた。このように、中央銀行が国債市場を支える場合には、一定の規律が維持されていなければ、インフレの高進をもたらす可能性があることには留意すべきである。

現在の日本が直面する政府債務の問題は、歴史的にみても、その規模のみならず、直面する経済状況の困難さ（デフレ、産業競争力の低下、円安が望ましいが誘導困難）などあらゆる面で、最も解決が難しいケースのように思われる。

歴史的な事例からは、財政規律を回復させるきっかけになる要素としては、市場（通貨市場、国債市場）、制度的な制約、国内の対抗勢力という三点を抽出したが、現在の日本については、当面そうした圧力が働く可能性は低く、また政治状況をみても内圧が高まって



財政改革が進む可能性も乏しい。こうした中では、現実問題としては、国民に危機感を広く共有させることで、地道な改革を進めていくしかない。

以上をまとめると次のようにいうことができよう。この先、市場の暴力的な反応を避け、通貨の信認を損なうことなく、政府債務をソフトランディングさせるためには、国民に危機感を共有させることと、政府が確実に実行可能な財政再建と将来の成長の道筋を示すことが必要である。その過程では、国債市場を支えるという意味で、中央銀行のサポートも必要になる。

## 注

- 1) 以下の歴史的事実については、石見（1999）による。
- 2) 井堀（1999）による。
- 3) 井堀（1999）による説明である。
- 4) 林・永久（1999）による。
- 5) 詳しくは Christiano and Fitzgerald（2000）、木村（2002）を参照。

## 参考文献

- 池島正興 (1997) 『アメリカの国債管理政策 その理論と歴史』 同文館。
- 井堀利宏 (1999) 『財政赤字の正しい考え方』 東洋経済新報社。
- 石見徹 (1999) 『世界経済史 覇権国と経済体制』 東洋経済新報社。
- 大蔵省財政史室編 (1983) 『昭和財政史 終戦から講和まで 第11巻』 東洋経済新報社。
- 木村武 (2002) 「物価の変動メカニズムに関する二つの見方 Monetary View と Fiscal View」 『日本銀行調査月報』 7月号。
- 香西泰 (1999) 「インフレ抜きの財政整理は可能か」 『論争東洋経済』 11月号。
- 小林慶一郎 (2002) 「債務問題処理への試論」 『経済セミナー』 6月号。
- 渋谷博史 (1986) 『現代アメリカ財政論』 御茶の水書房。
- 第一勧銀総合研究所 (2001) 『世界の経済・財政改革』 東洋経済新報社。
- 富田俊基 (1999) 『国債累増のつけを誰が払うのか』 東洋経済新報社。
- 日本銀行金融研究所 (2000) 「ワークショップ『低インフレ下での金融政策の役割』の模様」 『金融研究』 6月
- ハーグリーブズ, E.L. (一ノ瀬篤・斎藤忠雄・西野宗雄訳) (1987) 『イギリス国債史』 新評論。
- 林宏昭・永久寿夫 (1999) 『世界はこうして財政を立て直した』 PHP 研究所。
- 藤木裕 (2000) 「財政赤字とインフレーション 歴史的・理論的整理」 『金融研究』 6月。
- メルツァー, アラン・H (2002) 「新しい国際通貨制度」 『金融研究』 12月。
- Brown, Cary, E. (1990) “Episodes in the Public Debt History of United States,”  
in *Public Debt Management: Theory and History*, Eds. By Rudiger Dornbusch and  
Mario Draghi, Cambridge University Press.
- Christiano, Lawrence J., and Terry J. Fitzgerald (2000) “Understanding the Fiscal  
Theory of Price Level,” *Economic Review*, 36(2), Federal Reserve Bank of Cleveland.